



Ecuador
Calificación Inicial

Tercera Titularización Automotriz – GMAC Ecuador – Único Tramo

Calificación

Tipo Serie	Calif. Actual
A	AAA
B	AAA

Descripción de la Estructura:

	Serie A	Serie B
Monto de emisión	USD 12 millones	USD 18 millones
Plazo	720 días	1620 días
Amortización Capital	Trimestral, Pagos de capital iguales	Trimestral, Pagos de capital iguales
Período de Gracia Capital	--	720 días
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	8.00%	9.25%
Base cálculo intereses	360 días	360 días

Punto de Equilibrio: 1 valor.

Activo Subyacente: Cartera Automotriz de GMAC Ecuador

Principales participantes:

- *Originador /Administrador de Cartera:* GMAC Ecuador
- *Agente de Manejo:* Fondospichincha S.A.
- *Agente Pagador:* Fondospichincha S.A.
- *Custodio de Documentos de Crédito:* Banco Pichincha.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez
(593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar a los títulos correspondientes al único tramo de la Tercera Titularización de Cartera Automotriz – GMAC Ecuador, Series A y B, la calificación de AAA, que de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, “**corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.**”

La calificación asignada a la Serie A y B se fundamenta en que la estructura del Fideicomiso y sus mecanismos de garantía permiten que las series a emitirse se paguen en tiempo y forma dentro de un escenario de estrés consistente con la calificación AAA.

Los mecanismos de garantía cubren al inicio del fideicomiso 5.1 veces la pérdida base de la cartera subyacente, estimada por la Calificadora (4.30%). Esta cobertura tiende a fortalecerse en el tiempo por el ingreso adicional que genera el diferencial entre la tasa de la cartera y la definida para las series, lo cual le permite al Fideicomiso tener acceso a un mayor volumen de cartera.

A más del sobrecolateral en cartera, los mecanismos de garantía incluyen una cuenta de reserva en efectivo que cubre el riesgo de mezcla de fondos del Fideicomiso con el Administrador de Cartera. Esta cuenta se mantendrá en todo momento hasta la amortización total de los títulos. Adicionalmente el Fideicomiso establece la mayor acumulación de efectivo conforme se acerca el vencimiento de los títulos para mitigar el riesgo de descalce de plazos entre el vencimiento del activo y de los títulos y demás riesgos de liquidez

En nuestro criterio, la estructura definida independiza al Fideicomiso del riesgo de crédito del Originador, permitiendo que la estructura alcance la calificación otorgada.

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso, cuya minuta tendrá que ser elevada a escritura pública para su plena vigencia. El Acta de Aporte Fiduciario y de Definiciones Financieras de la Tercera Titularización Automotriz –GMAC ECUADOR, constituye parte integrante del Fideicomiso.

Por otro lado, para que haya operado la transferencia de dominio de los documentos de crédito, estos deberían estar entregados “físicamente” a Fondos Pichincha S.A en su calidad de representante legal del Fideicomiso. Cada transferencia de activos deberá estar fundamentada en un documento en el que conste la cesión de todos y cada uno de los instrumentos de crédito y en la verificación de que en cada uno de los documentos se haya hecho la cesión correspondiente.

FECHA COMITE: Julio 7, 2009

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditado. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



Consideramos que la estructura del caso a través de restricciones legales válidas y ejecutables otorga a los acreedores del Fideicomiso el primer grado de prelación sobre los flujos efectivizados generados por los activos transferidos.

Se han evaluado las políticas y procedimientos de originación y la administración primaria de la cartera de créditos por parte de GMAC, la cual ha sido aprobada satisfactoriamente por la Calificadora.

El Fideicomiso será administrado por la Administradora de Fondos y Fideicomisos Fondospichincha S.A (en adelante "Fondospichincha S.A."), que también ha sido evaluada positivamente por la Calificadora.

El análisis de estrés de los flujos proyectados considera diversos aspectos cualitativos tales como: el análisis de las políticas de originación y cobranzas de GMAC, el mercado en el que opera y las marcas de vehículos con que trabaja, entre otros. A estos factores se le agregan aspectos cuantitativos entre los que se encuentran la evolución histórica de las pérdidas y el momento en que éstas ocurren, el nivel y tiempos de recuperación, el análisis de la morosidad, prepagos, la calidad crediticia de los deudores, y las relaciones deuda sobre garantía y dividiendo sobre ingreso.

Todo lo anterior es evaluado bajo diversos escenarios, en este caso un escenario de estrés AAA para la Series A y B, con el objetivo de determinar la capacidad de que los tenedores de bonos reciban los pagos de sus obligaciones en tiempo y forma. En el análisis de los flujos se considera el hecho de que el Fideicomiso puede recibir cartera con plazos remanentes de hasta 48 meses independientemente del plazo remanente de las series.

▪ DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN Y ESTRUCTURA

Características de la emisión

El Fideicomiso Mercantil Tercera Titularización Cartera Automotriz – GMAC ECUADOR emitirá valores de contenido crediticio hasta USD 30 millones, divididos en dos series de igual prelación. A continuación se detallan las tablas de amortización de cada una, suponiendo la colocación total del monto autorizado:

Serie A			
Trim.	Capital	Intereses	Total
1	1,500,000	240,000	1,740,000
2	1,500,000	210,000	1,710,000
3	1,500,000	180,000	1,680,000
4	1,500,000	150,000	1,650,000
5	1,500,000	120,000	1,620,000
6	1,500,000	90,000	1,590,000
7	1,500,000	60,000	1,560,000
8	1,500,000	30,000	1,530,000
Total	12,000,000	1,080,000	13,080,000

Serie B			
Trim.	Capital	Intereses	Total
1	-	416,250	416,250
2	-	416,250	416,250
3	-	416,250	416,250
4	-	416,250	416,250
5	-	416,250	416,250
6	-	416,250	416,250
7	-	416,250	416,250
8	-	416,250	416,250
9	1,800,000	416,250	2,216,250
10	1,800,000	374,625	2,174,625
11	1,800,000	333,000	2,133,000
12	1,800,000	291,375	2,091,375
13	1,800,000	249,750	2,049,750
14	1,800,000	208,125	2,008,125
15	1,800,000	166,500	1,966,500
16	1,800,000	124,875	1,924,875
17	1,800,000	83,250	1,883,250
18	1,800,000	41,625	1,841,625
Total	18,000,000	5,619,375	23,619,375

Para efectos de amortización de capital y pago de intereses de los valores de las series, se considerará una base de 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

Descripción de la Estructura

La principal fuente de pago de la emisión serán los flujos recaudados de la cartera transferida al Fideicomiso. Se aclara de manera expresa que dentro de los flujos generados por la cartera del primer tramo: (i) si se encuentran incluidos el capital, los intereses ordinarios y los intereses de mora, de ser el caso; y, (ii) no se encuentran incluidas las comisiones, honorarios y cargos que, por cualquier concepto, aplique el administrador de cartera a los deudores por las gestiones de cobranza y recaudo extrajudicial, judicial y/o arbitral de los instrumentos de crédito, las que serán siempre de propiedad del Originador. En tal virtud, el monto al que tales comisiones, honorarios y cargos pudieran ascender, no serán entregadas por el administrador de cartera al Fideicomiso.

Los recursos efectivos de propiedad del Fideicomiso deberán permanecer en la cuenta del Fideicomiso y/o en inversiones permitidas cumpliendo para tal efecto con siempre que se cumplan con los siguientes requisitos:

- A) La cuenta del Fideicomiso se abrirá en: (i) un banco operativo de los Estados Unidos de América que cuente con calificación de riesgo de al menos "A" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) un banco operativo del Ecuador que cuente con calificación de riesgo de al menos "AA" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías.
- B) Las inversiones permitidas se realizarán en: (i) instrumentos financieros emitidos por: (i.a) instituciones financieras de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos "A" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (i.b) instituciones financieras del Ecuador que cuenten



con calificación de riesgo de al menos “AA” otorgada por una calificadoradora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías; o, (ii) fondos de inversión: (ii.a) de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos “A” otorgada por una calificadoradora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii.b) del Ecuador que cuenten con calificación de riesgo de al menos “AA” otorgada por una calificadoradora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Compañías. En todo caso, al momento de seleccionar los instrumentos financieros o fondos de inversión en los cuales se va a invertir, deberá observarse, en el siguiente orden, los principios de liquidez, seguridad y rentabilidad.

La selección de la o las instituciones financieras y/o del o de los fondos de inversión en los cuales se realicen las inversiones permitidas será instruido expresamente y por escrito por el Originador, cumpliendo con los parámetros antes descritos.

Cada semana el Administrador de Cartera depositará en la cuenta del Fideicomiso los recursos efectivizados correspondientes a la recaudación de la totalidad de los flujos generados durante el período semanal inmediato anterior.

Cuando el Fideicomiso reciba los flujos correspondientes al primer período semanal dentro de un mes calendario determinado, dichos flujos permanecerán depositados dentro de la cuenta del Fideicomiso e/o invertidos en inversiones permitidas, hasta cuando se reciban los flujos correspondientes a todos los períodos semanales del mismo mes calendario, en cuyo caso la fiduciaria destinará los flujos así acumulados, hasta dentro de los dos días hábiles posteriores a la fecha de entrega de flujos del último período semanal del mismo mes calendario, a la aplicación del orden de prelación según los momentos que se determinan a continuación:

En el **orden de prelación – Fase I, que va desde la fecha de emisión del único tramo hasta la conclusión del vigésimo cuarto mes**, contado desde la fecha de emisión del único tramo, en cada mes calendario se aplicará lo siguiente:

1) Provisionar las sumas referenciales contenidas en la Tabla Referencial de Costos y Gastos del informe de estructuración financiera del único tramo, a efectos de que el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar los pasivos con terceros distintos de los inversionistas del único tramo, a medida que vayan siendo exigibles. En caso de que el Originador no sea el administrador de cartera, deberá también provisionarse la cantidad señalada para la Administración de Cartera en el informe de estructuración financiera del único tramo.

2) Luego de cumplir con el primer nivel del orden de prelación – Fase I, provisionar, de manera equitativa, proporcional y sin prioridad alguna entre la serie A y la serie B: (i) el 1/3 (un tercio) del dividendo trimestral inmediato posterior de la serie A (compuesto de amortización de capital y pago de intereses), de conformidad con la Tabla de Pagos constante en el

informe de estructuración financiera del único tramo; y, (ii) el 1/3 (un tercio) del dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B (compuesto de pago de intereses únicamente), de conformidad con la Tabla de Pagos constante en el informe de estructuración financiera del único tramo.

Dicha provisión mensual tendrá como objetivo que al final de cada trimestre, el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar el dividendo trimestral inmediato posterior de la serie A y de la serie B del único tramo.

3) Luego de cumplir con el primer y segundo niveles del orden de prelación – Fase I, reponer la Cuenta de Reserva, hasta restablecerla a su monto base, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de dicho monto base.

4) Luego de cumplir con el primer, segundo y tercer niveles del orden de prelación – Fase I, se destinará la totalidad de los flujos remanentes del único tramo para realizar una operación de reposición de cartera entre el Fideicomiso y el Originador.

En estos casos, en cada mes calendario, terminará en este punto el orden de prelación – Fase I.

En el **orden de prelación – Fase II que va desde el inicio del vigésimo quinto mes, contado desde la fecha de emisión del único tramo, hasta la conclusión del trigésimo mes**, contado desde la fecha de emisión del único tramo, en cada mes calendario se aplicará lo siguiente:

1) Provisionar las sumas referenciales contenidas en la Tabla Referencial de Costos y Gastos del informe de estructuración financiera del único tramo, a efectos de que el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar los pasivos con terceros distintos de los inversionistas del único tramo, a medida que vayan siendo exigibles. En caso de que el Originador no sea el administrador de cartera, deberá también provisionarse la cantidad señalada para la Administración de Cartera en el informe de estructuración financiera del único tramo.

2) Luego de cumplir con el primer nivel del orden de prelación – Fase II, provisionar el 1/3 (un tercio) del dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B (compuesto de amortización de capital y pago de intereses), de conformidad con la Tabla de Pagos constante en el informe de estructuración financiera del único tramo.

Dicha provisión mensual tendrá como objetivo que al final de cada trimestre, el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar el dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B del único tramo.

3) Luego de cumplir con el primer y segundo niveles del orden de prelación – Fase II, reponer la Cuenta de Reserva, hasta restablecerla a su monto base, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de dicho monto base.



4) Luego de cumplir con el primer, segundo y tercer niveles del orden de prelación – Fase II, se destinará la totalidad de los flujos remanentes del único tramo para realizar una operación de reposición de cartera entre el Fideicomiso y el Originador.

En estos casos, en cada mes calendario, terminará en este punto el orden de prelación – Fase II.

En el **orden de prelación – Fase III que va desde el inicio del trigésimo primer mes, contado desde la fecha de emisión del único tramo, hasta la conclusión del trigésimo segundo mes**, contado desde la fecha de emisión del único tramo, en cada mes calendario se aplicará lo siguiente:

1) Provisionar las sumas referenciales contenidas en la Tabla Referencial de Costos y Gastos del informe de estructuración financiera del único tramo, a efectos de que el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar los pasivos con terceros distintos de los inversionistas del único tramo, a medida que vayan siendo exigibles. En caso de que el Originador no sea el administrador de cartera, deberá también provisionarse la cantidad señalada para la Administración de Cartera en el informe de estructuración financiera del único tramo.

2) Luego de cumplir con el primer nivel del orden de prelación – Fase III, provisionar el 1/3 (un tercio) del dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B (compuesto de amortización de capital y pago de intereses), de conformidad con la Tabla de Pagos constante en el informe de estructuración financiera del único tramo.

Dicha provisión mensual tendrá como objetivo que al final de cada trimestre, el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar el dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B del único tramo.

3) Luego de cumplir con el primer y segundo niveles del orden de prelación – Fase III, reponer la Cuenta de Reserva, hasta restablecerla a su monto base, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de dicho monto base.

4) Luego de cumplir con el primer, segundo y tercer niveles del orden de prelación – Fase III, integrar el Fondo de Liquidez, hasta completar su monto recomendable, por la cantidad resultante de aplicar la Tabla de Integración y Mantenimiento del Fondo de Liquidez.

Respecto del Fondo de Liquidez del único tramo, el procedimiento antes señalado aplicará no sólo para su integración por primera vez, sino también para aquellos casos en que se lo deba completar cuando en el período anterior no se hubiese acumulado el valor requerido o en caso de que se lo deba reponer cuando haya sido utilizado por la fiduciaria.

5) Luego de cumplir con el primer, segundo, tercer y cuarto niveles del orden de prelación – Fase III, se destinará la totalidad de los flujos remanentes del único tramo para realizar una operación de reposición de cartera entre el Fideicomiso y el Originador.

En estos casos, en cada mes calendario, terminará en este punto el orden de prelación – Fase III.

En el **orden de prelación – Fase IV que va desde el inicio del trigésimo tercer mes, contado desde la fecha de emisión del único tramo, hasta la conclusión del quincuagésimo cuarto mes**, contado desde la fecha de emisión del único tramo, en cada mes calendario se aplicará lo siguiente:

1) Provisionar las sumas referenciales contenidas en la Tabla Referencial de Costos y Gastos del informe de estructuración financiera del único tramo, a efectos de que el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar los pasivos con terceros distintos de los inversionistas del único tramo, a medida que vayan siendo exigibles. En caso de que el Originador no sea el administrador de cartera, deberá también provisionarse la cantidad señalada para la Administración de Cartera en el informe de estructuración financiera del único tramo.

2) Luego de cumplir con el primer nivel del orden de prelación – Fase IV, provisionar el 1/3 (un tercio) del dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B (compuesto de amortización de capital y pago de intereses), de conformidad con la Tabla de Pagos constante en el informe de estructuración financiera del único tramo.

Dicha provisión mensual tendrá como objetivo que al final de cada trimestre, el Fideicomiso disponga de los recursos necesarios y suficientes para pagar el dividendo trimestral inmediato posterior de la serie B del único tramo.

3) Luego de cumplir con el primer y segundo niveles del orden de prelación – Fase IV, reponer la Cuenta de Reserva del único tramo, hasta restablecerla a su monto base, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de dicho monto base.

4) Luego de cumplir con el primer, segundo y tercer niveles del orden de prelación – Fase IV, reponer el Fondo de Liquidez, hasta restablecerlo a su monto recomendable, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de dicho monto recomendable, todo ello mediante la aplicación de la Tabla de Integración y Mantenimiento del Fondo de Liquidez.

Respecto del Fondo de Liquidez del único tramo, el procedimiento antes señalado aplicará no sólo para completarlo en el período correspondiente, sino también para aquellos casos en que se lo deba completar cuando en el período anterior no se hubiese acumulado el valor recomendable o en caso de que se lo deba reponer cuando haya sido utilizado por la fiduciaria.

5) Luego de cumplir con el primer, segundo, tercer y cuarto niveles del orden de prelación – Fase IV, la fiduciaria procederá conforme se señala a continuación:

(i) La fiduciaria realizará el cálculo de la siguiente relación: $SKC + SFL + SPI = (DPP) \times 1.26 + SKCM$; en donde: (a) SKC significa Saldo de Capital de Cartera; (b) SFL significa Saldo de Fondo de Liquidez, (c) SPI significa Saldo Provisión para Pago a Inversionistas [2° nivel en el Orden de Prelación]; (d) DPP significa todos



los dividendos (capital + interés) vencidos y por vencer que estén pendientes de pago; y, (e) SKCM significa Saldo de Capital de Cartera Morosa mayor a 91 días.

Para efectos de interpretar esta relación: (i) si el resultado de $SKC + SFL + SPI$ es mayor o igual al resultado de $(DPP) \times 1.26 + SKCM$, entonces se entenderá como un resultado “positivo”; y, (ii) si el resultado de $SKC + SFL + SPI$ es menor al resultado de $(DPP) \times 1.26 + SKCM$, entonces se entenderá como un resultado “negativo”.

(ii) Si el resultado de la relación referida en el numeral (i) que antecede es negativo, la fiduciaria destinará los flujos remanentes del único tramo para realizar una operación de reposición de cartera entre el Fideicomiso y el Originador, hasta equilibrar dicha relación.

Si los flujos remanentes son menores de lo requerido para equilibrar dicha relación, la fiduciaria destinará tales flujos del único tramo para realizar, al máximo posible, una operación de reposición de cartera entre el Fideicomiso y el Originador, y terminará en este punto el orden de prelación.

Si los flujos remanentes son mayores de lo requerido para equilibrar dicha relación, la fiduciaria continuará con estos al siguiente punto del orden de prelación.

6) Luego de cumplir con el primer, segundo, tercer, cuarto y quinto niveles del orden de prelación – Fase IV, la fiduciaria procederá de la siguiente manera:

(i) En caso de que la Calificadora de Riesgos informe por escrito al Originador y a la fiduciaria que, a su criterio, la restitución del remanente de los flujos a favor del Originador afectaría la capacidad de pago del Fideicomiso respecto de los valores efectivamente colocados entre inversionistas y, por ende, también afectaría el grado de calificación de riesgo inicialmente otorgado por la Calificadora de Riesgos para dichos valores del único tramo: El Originador, amparado en lo dispuesto en el Art. 11 del Código Civil y Art. 116 de la Ley de Mercado de Valores, dentro del contexto del Fideicomiso, es decir con carácter fiduciario irrevocable, declara de manera expresa, libre, voluntaria e irrevocable que renuncia al derecho a recibir cualquier remanente de los flujos y, por ende, renuncia al derecho a solicitar la restitución de tal remanente de los flujos en dinero o en cualquier otro activo de propiedad del Fideicomiso.

(ii) En caso de que la Calificadora de Riesgos informe por escrito al Originador y a la Fiduciaria que, a su criterio, la restitución del remanente de los flujos a favor del Originador no afectaría la capacidad de pago del Fideicomiso respecto de los valores efectivamente colocados entre inversionistas y, por ende, se mantendría el grado de calificación de riesgo inicialmente otorgado por la Calificadora de Riesgos para dichos valores del único tramo: El Originador tendrá derecho a solicitar a la Fiduciaria, la restitución del remanente de los flujos, de existir.

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, la cual se perfeccionará cuando los documentos legales de los

créditos a transferirse sean recibidos físicamente por la Fiduciaria.

Redención Anticipada Parcial

Si, como consecuencia de la aplicación del orden de prelación del tramo correspondiente, se presenta la necesidad de que el Originador realice con el Fideicomiso operaciones de reposición de cartera, sin embargo de lo cual, tales operaciones de reposición de cartera no son cumplidas por el Originador conforme los términos y condiciones estipulados en el Contrato de Fideicomiso, en el informe de estructuración financiera y en el Acta para Emisión del tramo correspondiente, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta diez (10) días hábiles antes de la fecha en que el Fideicomiso deba realizar el pago del dividendo inmediato posterior de los valores del tramo correspondiente a favor de los inversionistas de dicho tramo.

Las redenciones anticipadas parciales consisten en que, una vez producida la causal, en los términos y condiciones antes estipulados, la fiduciaria procederá a abonar o cancelar de manera anticipada los valores del tramo correspondiente, tantas veces cuantas se produzca dicha causal. Tales abonos o cancelaciones serán realizados por el Fideicomiso a favor de los inversionistas del tramo correspondiente: (i) con cargo a los flujos remanentes de dicho tramo (luego de la aplicación del orden de prelación de tal tramo) que no hayan sido intercambiados por cartera, como consecuencia de operaciones de reposición de cartera que deben cumplirse respecto del tramo correspondiente; (ii) en la misma fecha en que el Fideicomiso deba pagar el dividendo inmediato posterior de los valores del tramo correspondiente a favor de los inversionistas de dicho tramo; y, (iii) distribuyendo tales flujos entre los inversionistas del tramo respectivo, a prorrata de su inversión en valores del tramo correspondiente (sobre saldos de capital de cada valor), debiendo practicarse el ajuste respectivo por pago anticipado de capital de los valores del tramo correspondiente, en el último dividendo de pago de los valores del tramo correspondiente, y de ser necesario, en el penúltimo dividendo y así sucesivamente.

La redención anticipada parcial no constituye el vencimiento anticipado de los valores, en virtud de lo cual, efectuadas una o varias de estas declaraciones de redención anticipada parcial por parte de la fiduciaria, ningún inversionista podrá demandar al Fideicomiso, ni a la fiduciaria por el pago anticipado de ningún rubro de los valores.

La declaración de redención anticipada parcial deberá ser informada a los inversionistas en la forma señalada en el Reglamento de Gestión. Por la naturaleza de este tipo de redención, podrán existir más de una durante la vigencia del plazo de los valores de los diferentes tramos.



▪ **ACTIVO DE RESPALDO**

Descripción del Activo de Respaldo

Cuenta de Reserva

La Cuenta de Reserva se integrará con el producto de la colocación de los Valores, mediante la provisión de \$430 por cada valor de \$20.000 de la Serie A y B, lo que equivale al 2.15% del monto nominal de los valores de la serie A y B efectivamente colocados. De colocarse la totalidad de la emisión, la Cuenta de Reserva llegaría a un monto de USD 645,000.

La cuenta de reserva deberá mantenerse en su valor hasta el final de la titularización, salvo que tenga que ser utilizada para cubrir deficiencias de flujos.

Fondo de Liquidez

Para la determinación del monto al que idealmente debería llegar el Fondo de Liquidez en cada período mensual, se deberá seguir el siguiente procedimiento:

Se debe multiplicar el porcentaje establecido en la Tabla de Integración y Mantenimiento del Fondo de Liquidez correspondiente al mes que corresponda, por el saldo de capital de los valores del mismo periodo. Del resultado de tal multiplicación se restará el monto requerido de la Cuenta de Reserva, como producto de lo cual se obtendrá la cantidad a la cual debería idealmente ascender el Fondo de Liquidez.

La Tabla de Integración y Mantenimiento del Fondo de Liquidez se muestra a continuación:

Mes desde emisión	Tabla (% liquidez)
1-30	0.00%
31	10.50%
32	18.00%
33-35	28.00%
36-38	33.00%
39-41	39.00%
42-44	50.00%
45-47	65.00%
48-50	71.00%
51-54	84.30%

Cartera Titularizada.

a) Características Mínimas de Cartera a Transferirse

El Originador es una sociedad anónima que adquiere instrumentos de crédito que documentan operaciones de mutuo que se otorgan para instrumentar la obligación de pago del saldo insoluto del precio de compraventa de vehículos, las cuales son inicialmente otorgadas por casas comerciales – vendedoras de vehículos a favor de deudores; y, posteriormente, si superan el análisis de riesgo practicado conforme las políticas generales del Originador, tales operaciones son adquiridas por el Originador de parte de aquellas casas comerciales – vendedoras de vehículos, quienes venden, ceden y transfieren dichos instrumentos de crédito a favor del Originador.

De acuerdo a la escritura del Fideicomiso, la suma del valor nominal de la cartera inicialmente transferida de debe exceder en al menos 26% al monto autorizado por emitir.

A la fecha de corte inicial, los instrumentos de crédito deberán tener las siguientes características: (i) que correspondan a operaciones de mutuo que se otorgan para instrumentar la obligación de pago del saldo insoluto del precio de compraventa de vehículos, otorgadas por casas comerciales – vendedoras de vehículos y, posteriormente, adquiridas por el Originador de parte de aquellas casas comerciales – vendedoras de vehículos; (ii) que correspondan a operaciones adquiridas conforme las políticas generales del Originador; (iii) que la estructura de pago de capital e intereses corresponda a cuotas mensuales, sin pagos acumulados (balloon); (iv) que no registren ni provengan de reprogramaciones por razones de morosidad; (v) que registren una tasa de interés fija mínima del 5.00%; (vi) que no registren ante el Originador una morosidad superior a los 15 días; y, (vii) cuyos deudores consten registrados en categoría “A” dentro de un Buró de Información Crediticia, de conformidad con la normativa expedida por la Junta Bancaria para créditos de consumo.

A las correspondientes fechas de corte subsecuentes, los instrumentos de crédito deberán tener las siguientes características: (i) los mismos elementos que los señalados para los instrumentos de crédito a la fecha de corte inicial; y, (ii) que su plazo remanente sea de hasta 48 meses, contado desde la respectiva fecha de corte subsecuente.

En el contrato de constitución del Fideicomiso el Originador declara bajo juramento que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la fiduciaria, a los asesores, consultores y calificadoras de riesgos contratados para el desarrollo de esta titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores, a las Casas de Valores, a los inversionistas, y al público en general, es fidedigna, válida y completa. En tal sentido, el representante legal del Originador y el Originador como tal, según sea aplicable, serán civil y penalmente responsables, de conformidad con la Ley, por cualquier falsedad u omisión contenida en tal información.

Con respecto a la cartera, el Originador afirma bajo juramento lo siguiente:

- Que la cartera y las coberturas de la cartera aportadas al Fideicomiso, se encuentran libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión.
- Que no existe impedimento ni limitación alguna para transferir y aportar al Fideicomiso, la cartera y las coberturas de la cartera, en los términos y condiciones estipuladas.
- Que la cartera aportada al Fideicomiso tienen un origen lícito y legítimo derivado del giro ordinario de negocios del Originador, y en consideración a tal giro ordinario de negocios del Originador, no proviene de ninguna actividad relacionada con el cultivo, fabricación, almacenamiento, transporte o



tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas. El Originador aclara de manera expresa que la declaración que antecede se limita exclusivamente a los activos de propiedad del Originador que son aportados al Fideicomiso, y que corresponden al desarrollo del giro ordinario de negocios, legal, lícito y legítimo del Originador, mas no se refiere ni incluye ninguna declaración respecto del origen o fuente de los recursos de los deudores que servirán para pagar las cuotas de los instrumentos de crédito, siendo dichos deudores los únicos responsables del origen legal, lícito y legítimo de sus propios recursos, sin que el Originador tenga o asuma ninguna responsabilidad al respecto. La fiduciaria efectuará todas las indagaciones que razonablemente considere oportuno realizar para comprobar el origen de la cartera y de los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso. La fiduciaria podrá proporcionar a las autoridades competentes las informaciones que éstas demanden.

- Que la transferencia de la cartera y las coberturas de la cartera tiene un objeto lícito y una causa lícita, y el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con tal transferencia.
- Que los instrumentos de crédito integrantes de la cartera, a la fecha de corte inicial, tienen las siguientes características: (i) corresponden a operaciones de mutuo que se otorgan para instrumentar la obligación de pago del saldo insoluto del precio de compraventa de vehículos, otorgadas por casas comerciales – vendedoras de vehículos y, posteriormente, adquiridas por el Originador de parte de aquellas casas comerciales – vendedoras de vehículos; (ii) corresponden a operaciones adquiridas conforme las políticas generales del Originador; (iii) la estructura de pago de capital e intereses corresponde a cuotas mensuales, sin pagos acumulados (balloon); (iv) no registran ni provienen de reprogramaciones por razones de morosidad; (v) registran una tasa de interés fija mínima del 5.00%; (vi) no registran ante el Originador una morosidad superior a los 15 días; y, (vii) sus deudores constan registrados en categoría “A” dentro de un Buró de Información Crediticia.
- Que los instrumentos de crédito integrantes de la cartera se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión.
- Que la cartera y los recursos en efectivo que aporte al Fideicomiso, se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión.

b) Características de cartera a transferirse inicialmente

Características Cartera	31-may-09
Cartera analizada (capital)	37,857,454.57
Número de Créditos	3,411
Saldo Promedio por Crédito	11,098.64
Plazo original promedio	46.75
Plazo transcurrido promedio	6.65
Plazo remanente promedio	40.10
Tasa promedio ponderada cartera	15.47%
% Financiamiento autos nuevos	99.3%
% Financiam. Autos livianos	89.51%
% Financiam. Personas Naturales	93.74%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	16.31%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	69.53%

* No se incluyen personas jurídicas

La cartera que se transferirá inicialmente al Fideicomiso, con fecha de corte 31 de mayo 09, estará compuesta de 3,411 créditos automotrices originados bajo las políticas de GMAC, con un saldo insoluto acumulado de USD 37,857,454.57. De este monto, el originador tiene derecho a solicitar la devolución del USD 57,454.57, correspondiente al exceso sobre el sobrecolateral requerido inicialmente.

La totalidad de los créditos tienen una tasa de interés fija y su plazo remanente es en promedio de 40 meses. La mayoría de los créditos a titularizarse financian la compra de autos livianos, nuevos, destinados a personas naturales.

Las relaciones promedio entre la deuda y el avalúo (DAV), y entre la cuota mensual y el ingreso (CIN) se encuentran dentro de niveles considerados adecuados y que son mejores que el promedio histórico de la cartera de GMAC (DAV 76.5% y CIN 19.8%).

El cuadro siguiente muestra la distribución de la cartera de acuerdo a intervalos de CIN y DAV:

DISTRIBUCION CIN		DISTRIBUCION DAV	
Hasta 20%	64.90%	Hasta 60%	23.05%
20%-30%	24.74%	60%-70%	19.62%
30%-40%	3.52%	70%-80%	29.64%
40%-50%	0.21%	80%-90%	23.56%
50%-60%	0.03%	90%-100%	3.94%
60%-70%	0.02%	más de 100%	0.19%
más de 70%	0.03%	TOTAL	100.00%
N/D	0.06%		
Pers. Jurid.	6.48%		
	100.00%		

Si bien un 4.13% del monto a titularizarse se reporta con un DAV superior a 90%, este hecho se asocia principalmente a una falla en el registro de la información del avalúo del automóvil. También es importante indicar que dado que en la escritura no se encuentran limitados estos indicadores por lo que conforme se reemplacen flujos con nueva cartera estas podrían evolucionar de forma distinta. Estas dos situaciones han sido consideradas dentro del nivel de estrés aplicado a la estructura para su análisis.

Con respecto a su distribución geográfica, la cartera analizada ha sido originada principalmente en Pichincha (32.7%) y Guayas (36.1%), mientras que el restante 31.3% se encuentra repartido en otras 21 provincias, con participaciones individuales menores al 5%.



▪ **GMAC ECUADOR**

(Originador y Administrador de Cartera)

Perfil

Esta empresa es 99.99% subsidiaria de GMAC LLC Detroit, el segundo accionista es GMAC South America LLC. Bajo la coyuntura actual, la estructura accionarial de GMAC LLC aún está en una etapa de definición, sin embargo podría quedar así: 25% Cerberus Co-Investors, Cerberus con el 15% o menos (previa aprobación de los reguladores de GMAC), 35.4% Tesoro Americano, 14.6% Fideicomisos de GM y 10% GM.

GMAC del Ecuador S.A. (GMAC) es una empresa comercial, creada en 1995 con el objetivo de impulsar, promover las operaciones mercantiles y comerciales de los concesionarios de vehículos en el Ecuador, tanto de la compañía como de General Motors del Ecuador S.A. (GM) y sus empresas subsidiarias y relacionadas. GMAC opera a nivel nacional, en todas las provincias del país.

Para cumplir su objeto, la compañía compra cartera a los concesionarios y adicionalmente les concede créditos; también compra a General Motors del Ecuador S.A. parte de los vehículos importados directamente por esta última para venderlos a los concesionarios.

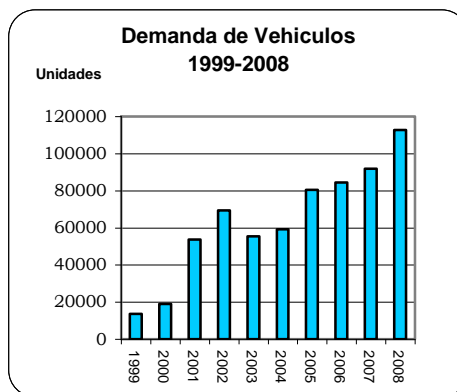
Adicionalmente financia las ventas de vehículos que dichos concesionarios realicen a sus clientes y consumidores finales, ya sea de vehículos motorizados nuevos o usados, equipos, partes, piezas, seguros, e implementos.

La empresa está expresamente prohibida de captar recursos del público pues estas actividades están reservadas a las instituciones amparadas por la Ley de Instituciones Financieras y controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

Mercado

El sector automotor en la economía ecuatoriana ha sido dinámico a partir del año 2001, cuando las condiciones de mercado permitieron una expansión en las ventas de automotores nuevos. Cabe indicar que este sector, que lidera el segmento de consumo, incluye además: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. La industria automotriz es importante para la economía local ya que aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.

El mercado de combustibles que crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.



Fuente: AEADE
Elaboración: BankWatch Ratings

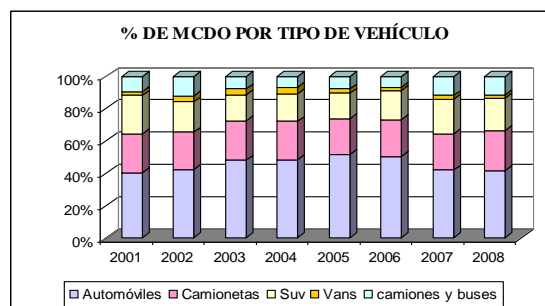
Las ventas de automotores nuevos durante 2008 crecieron 22.8% frente a 2007. De acuerdo a su procedencia, el 58.5% fueron importados y el 41.5% fueron ensamblados en el país, mejoraron su participación en alrededor de 6 puntos porcentuales; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210 unidades. En Ecuador las ventas de vehículos dependen del entorno macroeconómico, el cual incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones. Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.

En 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones, incidiendo de esta manera sobre el comportamiento de la oferta de automotores. Esto podría dar lugar a un incremento de precios si es que la demanda mantiene su conducta expansiva.

En Ecuador habría en promedio entre 12 a 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha, en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 4:1

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento de automóviles fue el más importante y el segmento de mayor crecimiento fue el de camionetas (35%).

El cuadro que sigue muestra la participación de los distintos tipos de automotores en las ventas entre 2001 y 2008, reflejo de los gustos y preferencias del mercado ecuatoriano.





Dada la restricción para la importación de CKD (partes y piezas de vehículos), instrumentada por el Comexi, para 2009 se estima que pueden ingresar al mercado ecuatoriano alrededor de 75.000 unidades nuevas. Las proyecciones de demanda, por otra parte, determinaron que Ecuador requeriría 95.000 unidades, considerando una reducción de liquidez en el sistema¹ y una menor propensión hacia el consumo de bienes de los hogares, situación que permitiría a ciertas marcas mejorar sus márgenes de venta.

El efecto de la Resolución 466 del Comexi, sobre 39 partidas arancelarias relacionadas con la industria automotriz representaría una reducción de USD 771.2MM en sus importaciones respecto al 2008.

Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad. Para 2009, dados los cambios en el entorno macroeconómico, las líneas de crédito podrían restringirse.

El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirá en su principal fuente generadora de ingresos², especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

General Motors históricamente ha sido el líder en ventas de automóviles en el Ecuador, en 2008 tuvo una participación del 42.3% del mercado; mejoría que se explica por su política de diversificación de modelos de automotores con precios inferiores a USD 20M.

MARCAS	2006 %	2007 %	Dic-08 %	Mar.09 %
GENERAL MOTORS	44.7	40.0	42.3	45.3
HYUNDAI	10.7	11.0	11.6	11.7
MAZDA	8.4	9.8	9.3	8.3
TOYOTA	7.1	8.7	9.2	7.8
FORD	3.9	3.9	2.1	2.5
NISSAN	3.4	3.6	4.2	4.9
KIA	3.4	3.1	3.7	4.2
MITSUBISHI	2.2	3.2	1.7	1.3
RENAULT	2.3	2.4	2.4	2.1
VW	2.1	1.4	1.1	1.5
PEUGEOT	1.62	1.2	0.7	0.5
OTRAS	10.2	12.6	11.8	9.9
TOTAL MERCADO	100	100	100	100

Posicionamiento en el Mercado

El negocio de GMAC del Ecuador se enmarca en el sector automotor al cual atiende principalmente a través de la compra de cartera originada por los concesionarios

¹ Dada la coyuntura mundial actual, se esperaría una contracción de las remesas que envían los emigrantes, del gasto público, de las exportaciones y del financiamiento externo.

² <http://www.aeade.net/cifras.htm>

de General Motors y en menor nivel, a través del financiamiento de los inventarios a los concesionarios.

GMAC del Ecuador financió en el 2008 el 28.9% de las ventas de vehículos nuevos de General Motors (incluyendo ventas directas y flotas). A mar-09, GMAC financió 1.461 unidades y las ventas totales de GM fueron de 10.902 automotores, es decir un 13.40%.

Las políticas actuales de financiamiento de GMAC del Ecuador son: plazos máximos de hasta 48 meses, la cuota de entrada no puede ser menor al 30% y tasa fija individualizada. Las políticas de crédito están definidas en un manual de crédito; sin embargo varían según las condiciones de la empresa y del mercado.

Procedimientos de Originación

La cartera de GMAC se genera principalmente a través de los 15 concesionarios autorizados Chevrolet, y se compone tanto de carros nuevos como usados.

Una porción pequeña de la cartera corresponde a financiamiento de otras marcas. Adicionalmente, existe un porcentaje bajo de carros usados de cualquier marca que han sido financiados por GMAC.

El proceso de análisis y compra de cartera se lleva a través del sistema "Response". Una vez completada la misma, se utiliza el sistema "Retail" para realizar el monitoreo de los créditos.

Una vez que el Concesionario ha ingresado la solicitud de crédito en el Sistema Response se dan las siguientes etapas:

- 1) Análisis de Crédito
- 2) Revisión de la Documentación - Compras
- 3) Finanzas / Contabilidad, Pago a Concesionario
- 4) Cobranzas.

Análisis de Crédito:

Personas Naturales.

Actualmente se procesan aproximadamente 75 solicitudes diarias de este tipo por analista (3 analistas en total).

Se revisan aspectos como:

- Verificación de comportamiento histórico del deudor tanto en el sistema financiero como en transacciones anteriores realizadas con GMAC.- Endeudamiento global del deudor y cónyuge
- Endeudamiento global del deudor y conyuge
- La cuota mensual debe representar máximo el 40% del ingreso neto del cliente/familia (ingresos familiares – gastos).
- Edad del deudor: Al finalizar el crédito, el deudor debe tener 74 años como máximo. Cuando el perfil del deudor lo requiere se pide garante.
- El automóvil debe tener máximo 6 años al finalizar el crédito (en el caso de financiamiento de vehículos usados)



- Confirmación telefónica de referencias y teléfonos del deudor.

Personas Jurídicas.

Se procesan en promedio 30 solicitudes diarias de camiones. También se analizan créditos que superan los \$25.000 dólares y “flotas, En promedio el 60% de las solicitudes son aprobadas.

Se revisan aspectos como:

- Balances de la empresa de años anteriores e internos recientes; se realiza un informe y se analizan índices de la empresa y su capacidad de pago. Cifras auditadas o presentadas al SRI.
- Se revisa la validez del RUC de la empresa en la página del SRI.
- Se solicitan los documentos legales necesarios (RUC, nombramientos, cédulas).
- Verificación de comportamiento histórico de la empresa tanto en el sistema financiero como en transacciones anteriores realizadas con GMAC.- Endeudamiento global del deudor y cónyuge
- Endeudamiento global de la empresa y del representante legal, que generalmente actúa como garante.

Procedimientos de Cobranza

Se manejan distintos procedimientos de cobranza de acuerdo al tiempo de vencimiento del crédito, así:

- Del día 1 al 10 de mora: En términos generales no se realizan acciones de cobranza, excepto cuando existe disponibilidad de tiempo.
- Del día 11 al 30 (“Over 10”): “Cobranza Temprana”. Se realiza el primer contacto de cobranzas a través del Call Center.
- Del día 31 al 60 (“Over 30”): El cliente ya presenta dos cuotas vencidas. La maneja el grupo de “Cobranza Normal”.
- Día 61 a 90 (“Over 60”) Grupo de “Cobranza especial”. Se realiza una advertencia al cliente.
- Día 90 en adelante: Se comienzan acciones legales.

Todas las llamadas y gestiones realizadas con los clientes se actualizan en el módulo llamado “Retail”, en donde se lleva el historial completo. Así dependiendo del perfil del cliente las acciones legales se aceleran o demoran.

Cuando el cliente no puede ser contactado o si la mora supera los 60 días, generalmente se envían ejecutivos de campo. En algunos casos se propone al cliente que entregue el carro voluntariamente para que sea vendido y pueda realizar el pago de su crédito.

Una vez agotados los procedimientos extrajudiciales se empieza la acción legal. Generalmente esta se realiza luego de los 90 días de mora. De acuerdo a lo indicado por GMAC, aproximadamente un 40% de los créditos

vencidos a más de 90 días se recuperan mientras que el 60% entra a acción legal.

Cuando un crédito se encuentra vencido por más de 360 días este se considera como pérdida y el estado del mismo cambia a “Salvage”.

▪ **FONDOS PICHINCHA.**

(Agente de Manejo)

El Administrador Maestro (Agente de Manejo) es la Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A., entidad que forma parte del Grupo Financiero Pichincha, cuya cabeza es Banco de Pichincha; este último con una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AA+ en escala local. El Banco del Pichincha es el banco más grande del sistema y concentra el 27% del total de activos del sistema de bancos privados.

Fondospichincha fue autorizada en febrero de 1994 como la primera administradora en el Ecuador.

La estructura administrativa de la empresa está bien definida y cuenta con procedimientos y controles adecuados y bien implementados.

El Directorio y Comité de Riesgos ofrecen a la Administradora respaldo técnico y de experiencia, avalado en el manejo del grupo financiero más grande y antiguo en el país.

Consideramos que esta empresa tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como Administradora del Fideicomiso.

▪ **ANÁLISIS DE ESTRÉS**

Pérdidas brutas estimadas de la cartera de créditos automotrices

La calificadoradora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida potencial alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida potencial es definida como la multiplicación de la Frecuencia de la Pérdida (en adelante, “FDD”) y la Severidad de la Pérdida. Este análisis se realiza para cada crédito en forma individual, lo que permite determinar la pérdida potencial para la cartera total. La FDD por categoría de riesgo ha sido estimada combinando la experiencia internacional, y específicamente de los países en desarrollo, con el análisis del comportamiento histórico de la cartera de GMAC.

La calificadoradora analizó la evolución histórica de la morosidad de los créditos automotrices colocados por GMAC Ecuador desde enero 2004 hasta abril 2009. Estos datos se agruparon de acuerdo a su año de originación, evidenciando el comportamiento de la morosidad de cada camada de créditos. Se proyectó la pérdida futura de las camadas más nuevas en función del comportamiento de las camadas más antiguas y se calculó un promedio de tales pérdidas, obteniendo así un escenario base de pérdidas de la cartera.



La pérdida bruta base estimada para esta titularización fue de 4.30%. Al inicio de la transacción, la sobrecolateralización de cartera y la cuenta de reserva cubrirían en 5.1 veces este nivel de pérdida. Si adicionalmente se considera el incremento de la cobertura a lo largo de la transacción por el exceso de interés que se generaría a lo largo de la transacción sobre los intereses a pagar a los inversionistas, la cobertura podría llegar a 6.6 veces en un escenario conservador.

Mediante la utilización de distintos múltiplos se determinaron los niveles de pérdida bruta a modelar para los distintos escenarios correspondientes a cada categoría de calificación.

Si bien la cobertura que tiene el Fideicomiso es holgada frente al estrés utilizado dentro de un escenario AAA, esta permite cubrir el riesgo de descalce de flujos entre el activo y el pasivo, dado que el Fideicomiso podrá recibir cartera de plazo remanente de hasta 48 meses, mientras que el plazo del pasivo se reduce a medida que transcurre el tiempo.

Recuperaciones

Las recuperaciones fueron calculadas determinando el monto recuperado en dólares como porcentaje de las pérdidas acumuladas para cada período de originación. Para un escenario de estrés AAA se aplicó un nivel de recuperaciones de 30% para el escenario de estrés evaluado, con un plazo de 18 meses para realizar la liquidación del vehículo, contados a partir del primer día de mora.

Prepago

El riesgo de prepago de los créditos hace surgir la posibilidad de descalce entre activos y pasivos, lo cual afecta la generación de intereses que se utiliza para el pago de los cupones de los valores emitidos. Mientras mayor sea el diferencial de tasas entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor es la probabilidad de prepago. En este evento, la sustitución de créditos o la reinversión de estos recursos implica obtener tasas menores, por lo que hay un riesgo asociado.

Cabe mencionar que los flujos provenientes del prepago se reemplazarían por cartera nueva y, en el caso de que GMAC no lo haga, estos flujos se utilizarán para prepagar los títulos emitidos reduciendo así el riesgo de descalce entre activos y pasivos. Esto sin embargo, no mitiga el riesgo de reducción de flujo por el menor cobro de interés futuro y por el hecho de que el abono a las

series se lo aplicaría comenzando por los últimos dividendos.

Para determinar el prepago histórico de la cartera, se analizó su comportamiento desde el 2004 hasta abril 09, encontrando un nivel promedio de 6.42%, aplicable anualmente sobre el valor inicial de la cartera.

Gastos de constitución y operación proyectados

De acuerdo al Informe de Estructuración Financiera, el Fideicomiso deberá aprovisionar mensualmente USD 7,022, para cubrir con los distintos gastos, entre los que se encuentran el pago de auditoría externa, calificación de riesgos, mantenimiento de la inscripción en la Superintendencia de Compañías y Bolsas de Valores, gastos bancarios y custodia de instrumentos de crédito, entre otros.

El análisis de la Calificadora considera la proyección en el tiempo de estos gastos, con un estrés del 20% en los gastos fijos.

Por otro lado, se define que mientras que el Originador sea Administrador de Cartera, este no cobrará por esta gestión. El informe de estructuración financiera indica que si es que hubiera un cambio de Administrador, el Fideicomiso deberá aprovisionar mensualmente USD 2.3 por cada contrato vigente. El modelo de la Calificadora también considera este supuesto con un estrés adicional de 20%.

Sensibilizaciones al flujo de caja del título

El modelo de análisis utiliza el flujo de caja teórico del activo titularizado y lo ajusta de acuerdo a los supuestos de pérdida, recuperación y prepago, utilizados en el escenario de estrés correspondiente a cada categoría de calificación, el pago previo de los gastos proyectados y los demás procedimientos descritos en la escritura del Fideicomiso. El flujo resultante cada período se compara con los pagos programados de capital e interés que deberá realizar el Fideicomiso a los inversionistas para cumplir en tiempo y forma con el pago de las distintas clases emitidas, de acuerdo a los niveles de prelación establecidos. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera. Así mismo, se considera un estrés del prepago por categoría de riesgo, respecto a lo observado en el análisis de su comportamiento histórico.

En este caso se realizó el análisis bajo escenarios de pérdidas y prepagos correspondiente a la categoría AAA para las dos series. Se determinó que las series A y B se pagan en tiempo y forma dentro de este escenario.